

2020年3月31日

コロナショックで日本企業の再評価も、 危機抵抗力を増したレジリエンスに注目 ただし中小企業の支援は不可欠に

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■日本企業のレジリエンスの
高さに見直し余地も

■自己資本比率の面からは
危機抵抗力が大きく改善

企業収益は史上最高

昨日、当TODAY（3/30）では財務省が発表する法人企業統計で企業収益を示す当期純利益が2018年度で62兆円と史上最高水準を更新したことを紹介した。この水準は、1990年前後のバブルピーク時でも20兆円にも満たない水準だったことと比べて3倍以上だ。本日は日本企業の財務状況が従来の危機時と比べ抵抗がついていること、コロナショックに対する日本企業のレジリエンスを議論する。レジリエンスとは物理学で元の状態に戻るとの意味を持つが、心理学では極度のストレスに直面しつつも正常な均衡状態を維持する能力を指す。今回、日本企業のレジリエンスが認識されれば、いずれ市場における日本企業の見直しにもつながると考えられる。

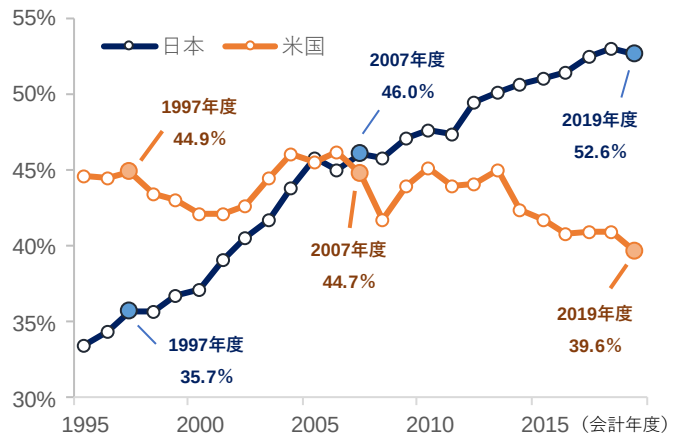
企業の自己資本比率の大幅上昇

次ページの図表は日本企業の自己資本比率（中央値）の推移である。過去の日本企業を巡る危機時、①1990年代後半のバブル崩壊後の金融危機時（1997年度）の35.7%と、②10年前のサブプライム問題が顕現化した頃（2007年度）の46.0%と比べて、2019年度は第3四半期末時点で52.6%と10年単位での上昇が示される。今回、コロナショックはリーマンショックと比較されるが、少なくとも企業の危機抵抗力を自己資本比率の面で比較すれば大きく改善していることがわかる。また、バブル崩壊後とは格段の差だ。

日本企業の多くは実質無借金に

さらに重要な点は、昨今の日本企業は大量の現預金を保有し、実質無借金状況にあることだ。上場企業では6割近くが実質無借金とされる。こうした動きは、リーマンショックに

日米企業の自己資本比率（中央値）



(作成) 岡三証券、直近値は米国が2019年末、日本が19年度3Q
 ※集計対象：米国（S&P1500指数構成銘柄のうち12月末決算企業）
 日本（TOPIX構成銘柄のうち決算期が2月、3月の企業）
 ※金融を除く、データ取得可能企業の自己資本比率の中央値

■ 自己資本比率の推移は
日本と米国で対照的な動き

■ 日本企業のキャッシュ温存
スタンスは根強く残る

■ 教科書的にレバレッジ引き
下げは企業価値にとって
マイナス方向に働きやすい

■ 市場環境が良好な場合は
米国株が評価されやすい

伴い市場性調達が不全に陥ったなかで多くの企業が資金繰りの不安をもったことによる。その後も潤沢なキャッシュを保有する行動が平時になった局面でも根強く定着していたことを反映している。

実質無借金の「光と影」

以上で紹介した日本企業が実質無借金であることに対し、これまで様々な議論があった。日本企業がキャッシュを積み上げたのはリーマンショックを受けた危機対応であり、倒産リスクを回避するための対応策であった。一方、教科書的な企業財務ではレバレッジの引き下げは、企業価値を高めるにはマイナス方向に働き、株式市場での成長シナリオが描けないとされやすかった。すなわち、実質無借金企業には「光と影」の側面があった。

一方、そうした日本企業と対照的な動きをとっていたのが米国企業だった。先の図表にも示されるように、米国企業の自己資本比率は低下基調が続いている。米国企業は2000年代以降も資金調達を行って投資や自社株買いを積極的に進め、レバレッジが高まる状況が続いた。なかには、自社株買いの株主還元で債務超過になる大企業も存在した。その結果、企業価値を示す株価の上昇も大きかったが、その半面、安全性は低下した。市場環境が良好な下では米国企業の株価が日本を大きく上回る好循環として評価されたが、レジリエンスの観点からはマイナスに働くことになる。

日本企業の見直しにつながる面も

今回のコロナショックのような危機的環境では再び企業の

■「美人の基準」が安全性等に転換すれば、日本企業が脚光を浴びる可能性

倒産リスクが意識される。「美人の基準」が「安全性」や「自己資本比率・無借金比率」に転換すれば、日本企業の安全な財務状況が脚光を浴びる可能性もある。しかも、先週の当TODAY（3/25）でも議論したように、日本ではリーマンショック時と比較し市場性調達に依存した企業・ファンドの比率が低下していることも倒産リスクが生じにくい原因になる。

世界的市場の安定が生じたあとの 新常態は日本的企業の側面も

■日本企業的な財務行動が
正当に評価されうる

今日のように世界的な株式市場の混乱が信用収縮によって生じる有事の環境では、世界中の株式が連動して売り圧力を受ける。ただし、いずれ平時の状況になってバリュエーションの再評価がなされれば、ストレス状況後の市場の新常態として日本企業のように一定のキャッシュを保有し安定的な財務行動を行う動きが再評価されうる。いずれにしても日本企業が予想以上に危機へのレジリエンスを保有することを市場参加者は正当に認識する必要があるのではないか。

ただし、日本でも 中小企業を中心とした支援は不可欠に

■マクロ的にはレジリエンス
があるものの、現状は支援
が必要な局面

ただし、ここで見落としてはいけないのは、以上の議論はあくまでもマクロでの状況であることだ。マクロ的財務環境にはレジリエンスがあっても市場の暴力で売りが売りを呼ぶ資産市場の変動には日銀のETFの買い取り等も含めた信用市場のサポートが必要になる。同時に、今回のコロナショックのような急速な需要消失に対し、多くの中小企業には大きなストレスがかかり資本不足に陥る可能性がある。そうしたストレスに対処した従来の前例にない資本性資金のサポート等の対応も必要になる。今回のコロナショックに対しては日本企業の一定のレジリエンスを認識しつつも政策面では更なるサポートが必要な局面だろう。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)